

주식분할의 정보효과*

남 명 수**

요 약

본 연구는 우리 나라에서 최근에 다수의 기업들이 실시하고 있는 주식분할(Stock split)이 투자자들에게 실시기업의 미래의 경영상태를 양호하게 보도록 하는 정보를 시장에 신호하는 도구가 되고 있는지 살펴보았으며, Fama-Fisher-Jensen-Roll의 연구처럼 그 정보가 주식분할기업의 향후 배당가능성을 의미하는지를 조사하였다. 만약 배당 가능성이 주식분할의 동기가 아니라면, 다른 동기가 있는지도 검증해 보았다. 연구결과는 우리 나라 시장에서 주식분할공시가 주가에 영향을 주는 것으로 나타났으며, 그 동기가 주식분할실시기업의 향후 배당가능성은 아니며, 오히려 주식분할을 통해 주가를 적정거래범위내에 거래될 수 있도록 유도하려는 의도가 그 동기가 된 것으로 볼 수 있다.

* 본 논문은 1999년도 인하대학교 교내 연구비 지원에 의해 수행되었고, 자료수집과 분석에 도움을 준 본 대학교 경영학석사 김영찬군에게 감사하며, 본 논문의 오류는 필자의 책임임.

** 인하대학교 경영학부 교수

I. 문제제기

우리 나라는 1984년 상법개정 이전에 주식분할이 있었으며, 액면 1,000원의 주식을 최저액면가인 500원으로 분할하는 것이 주종을 이루었다. 그러나 화폐 가치의 하락으로 액면가를 500원에서 5,000원으로 인상하는 주식병합(reverse stock split)이 1984년 상법 개정으로 시행되어 주식분할은 중지되었다. 그간 미국에서는 주식분할에 대한 연구가 많이 이루어졌으나, 우리 나라에서는 이러한 사정으로 인해 주식분할에 대한 연구가 미미한 상황이다. 하지만 1998년 1주의 금액을 100원 이상으로 인하하면서 주식분할이 최근 많이 이루어지고 있으며 이에 따른 관심도 증가되고 있다.

주식분할(stock split)이란 주식의 액면가를 낮춤으로써 주식의 수를 증가시켜 주당가격을 낮추기 위해 사용되는 방법이다. 주식분할은 주식배당(stock dividend) 처럼 기업의 자본구조에는 아무런 영향을 미치지 않는다. 주식분할은 주식수를 증가시키면서, 주당액면가를 분할배수의 비율만큼 감소시킨다. 따라서 주식시장에서 주가도 이론적으로 분할 배수만큼 하락하여야 하지만 실제시장에서는 투자자들이 주식분할기업의 주가는 상승하여 정(正)의 초과 수익률이 존재하는 것으로 알려지고 있다.

그렇다면 주식분할정보를 시장에서 긍정적으로 평가하고 있다는 것을 의미한다. 따라서, 본 연구에서는 국내의 주식시장의 경우 주식분할을 행하는 기업의 주가를 주식시장에서 어떻게 평가하고, 그 원인이 무엇인가를 규명하고자 한다.

II. 주식분할효과에 관한 가설과 기존연구결과

주식분할은 회사자본에 대한 주주의 청구권에 아무런 변화를 주지 않으면서 단순히 주식을 세분화시키는 것이다. 따라서 실물자산에 대한 어떠한 청구권도 증가됨이 없이, 단지 각 주주들의 소유주식수만 비례적으로 증가되었을 뿐인데도 불구하고 대부분의 주식분할에 대한 연구에서 분할 공시시점에서 정(正)의 초과 수익률이 발견되었으며, 우리 나라 주식시장에서도 주식분할을 비롯한 주

식분배(주식배당, 무상증자 등)가 투자자들에게 긍정적으로 인식되고 있다고 알려져 있다.

이러한 시장반응을 설명하는 이론적 근거는 매우 다양하지만 대부분의 연구들은 분할 목적에 따라 대체로 다음의 3가지 가설로 집약된다.

첫째로, Fama-Fisher-Jensen-Roll(1969)(이하 FFJR이라고 함), Bar Yosef-Brown(1977), Charest(1978) 등이 제시한 정보가설(information hypothesis)로서, 주식분할 자체가 기업가치에 영향을 미치지 않지만 경험상으로 보아 주식분할 이후에 현금배당의 증가가 기대되며, 이러한 배당의 증가는 기대 현금흐름의 증가라는 정보적 내용을 담고 있다는 가설이다. 즉, 주식분할 그 자체는 기업의 미래 기대 현금흐름과는 무관하며, 단지 배당을 매개로 하는 경우 정보내용을 지닌다는 것이다.

따라서 이론적으로는 주가가 주식 분할 비율만큼 하락하여야 하지만, 주식분할이 향후 증가된 배당금의 지급을 감당하기에 충분한 미래 기대현금흐름이 존재한다는 경영자의 확신을 반영해 줌으로써, 분할정보는 시장 투자자에게 하나의 호재로서 작용하게 되어 주가가 상승한다는 논리이다.

둘째로, Grinblatt-Masulis-Titman(1984)은 기업의 주식배분행위를 신호동기 가설로서 설명하고자 하였다. 경영자와 투자자사이의 비대칭적 정보로 인하여 경영자들은 기업가치에 대해 유리한 정보를 투자자들에게 전달하고자 하는 동기를 지니고 있으며, 경쟁기업에 의해 이러한 정보가 이용당할 우려가 있기 때문에 직접적인 방법으로 전달하지는 못하고 주식배당이나 분할과 같은 우회적인 방법으로 투자자들에게 전달한다는 것이다.

따라서 이 가설은 기업이 주식분할을 실시하는 동기가 미래 현금흐름의 개선이라는 좋은 내부정보를 투자자에게 신호하기 위한 것이기 때문에 기업의 가치는 당연히 증가하게 된다는 것이다.

즉 기업들은 주식분할행위를 통해 시장의 관심과 주의를 환기시킴으로서 시장참여자들로 하여금 기업의 미래 현금흐름을 재평가하도록 촉구하는 하나의 계기가 된다는 것이다. Grinblatt-Masulis-Titman(1984)은 그들의 실증 연구에서 1967~1976년 동안 주식분할 및 주식배당을 공시하고 실시한 NYSE와 AMEX 상장주식들을 광범하게 조사하여 FFJR(1969)의 주장과는 달리 주식분할이나

주식배당의 공시효과를 후속적인 현금배당의 증가와는 무관하며, 주식분할이나 주식배당을 한다는 사실 그 자체가 기업의 미래현금흐름 개선 정보를 투자자에게 신호하는 효과가 있음을 보여주었다.

셋째로, Lakonishok와 Lev(1987) 등이 주장하는 적정거래가격범위가설로서 주식분할이나 주식배당을 통해 주가를 적정거래 범위 내에서 주식이 거래되도록 유도하여 주식의 인기와 시장성을 증가시킴으로써 주주들에게 이익을 줄 수 있다고 보는 가설이다. Lakonishok와 Lev(1987)는 주식배당은 단순히 현금배당에 대한 하나의 대체물일 뿐이며 항구적 영향을 지니지 않는 일시적 현상에 불과하다고 주장하였다. 그들은 1963~1982년에 걸쳐 주식분할이나 주식배당을 공표한 모든 기업들을 동일자산규모를 지닌 동종산업소속의 비분할기업들(통제집단)과 대응시켜 공표전후의 여러 기간들에 대해 이익 및 배당의 증가율을 분석하였다. 그들은 분할이후 제2, 제3분기가 지나서도 분할기업의 분할 후 이익성고가 통제기업의 이익성고보다 유의적으로 더 크지 못하였다는 자신들의 실증결과를 통하여 주식분할의 신호화동기(signalling motive)에 대해 의문을 제기하였다. 그들은 주식분할에 대한 정(正)의 시장반응은 주가가격이 최적범위 내로 복귀함에 대한 반응이라고 주장하였다.

Ⅲ. 실증분석

1. 표본의 선정과 연구방법

우리 나라에서 주식분할은 1984년 이전에도 있었지만 액면 1,000원의 주식을 최저액면가인 500원으로 분할하는 것이 주종을 이루었으므로 그 형태가 단순하였다. 따라서 본 연구는 1984년 이전에 주식분할을 공시한 기업들을 제외하고 실질적으로 주식분할이 이루어진 1997년 11월부터 1999년 6월 15일까지 주식분할을 공시한 53개 기업을 표본으로 하였고, 일별 수익률자료를 한국신용평가(株) KIS-SMAT에서 이용할 수 있는 총 47개 기업을 최종 표본으로 선정하였다.

본 연구는 주식분할공시 그 자체가 기업의 미래현금흐름개선 정보를 담고 있는지, 향후 있을 배당 증가정보를 반영한 것인지, 주가를 적정거래 범위로 유지하기 위한 것인지, 그 분할 동기가 무엇인지 규명하기 위해 연구목적에 따라 하위표본기업으로 분류하였다.

본 연구에서는 첫 번째로 기업들의 주식분할 공시가 신호효과가 있는 지를 살펴보기 위해 사건 연구방법(event study method)을 사용하였으며, 이를 위해 정상수익률을 추정하는 추정기간을 공시전 170일에서 공시전 21일(-170, -21)인 150일로 정하였고, 분석기간은 공시전 20일에서 공시후 20일(-20, +20)로 정하였으며, 사건 기간으로 공시일과 공시 후 1일로 정하였다.

사건기간동안의 수익률이 정상수익률과 유의적인 차이가 있는지 검증하기 위해 t검증과 비모수 검증방법으로 Wilcoxon Signed Rank Test를 실시하였다.¹⁾

두 번째로, FFJR(1969)의 연구처럼 주식분할이 향후 있을 배당변동의 정보를 담고 있는지 살펴보기 위해 배당증가표본과 배당감소표본으로 표본기업을 분류하여 주식분할이 향후 배당변동과 관련이 있는지 사건연구를 통해 살펴보았다.

셋째로, 주식분할의 신호효과가 무엇인지 찾기 위해 회귀분석을 실시하였다.

2. 실증분석 결과

<표 1>에서 보면 전체표본에서 주식분할 공시일과 공시후 1일의 비정상수익률은 각각 0.023483($t=2.668$), 0.022879($t=2.250$)의 정(正)의 값을 보여주는데, 이는 통계적으로 공시일은 1%, 공시후 1일은 5%수준에서 유의적인 값이며 공시일의 비정상수익률에 대한 Wilcoxon's z값은 2.144으로 5%수준에서 유의적이다. 이 결과에 따라 우리 나라의 시장에서도 정(正)의 주식분할 효과가 존재하고 있는 것으로 평가된다.²⁾ 이는 우리 나라의 주식시장에서 주식분할 공시가 그 자체로써 정보의 역할을 하는 것을 보여준다고 할 수 있다.

1) Wilcoxon Signed Ranks Test에 대하여는 林鐘元著, “統計學原論”, 貿易經營社, 1981. pp.328-334를 참조할 수 있다.

2) 주식분할기업의 주가가 주식분할공시 기간 이후에는 변화가 안정적이어서 주식분할 공시효과가 주식분할공시 기간에 집중적으로 주가에 반영되고 있음을 보여준다. 이는 우리 나라에서 주식분할공시가 상당히 효율적임을 나타내주는 것이다.

주식분할이 주식시장의 시황에 따라 그 신호효과가 다른지 살펴보기 위해 주
 식 시장의 시황에 따라 분류한 표본들의 주식분할 사건기간동안의 평균비정
 상수익률을 살펴보았다. <표 1>에서 보듯이 시장호황기의 주식분할 공시는, 주
 식분할 공시일과 공시후 1일의 비정상 수익률은 각각 0.026133 (t=2.415),
 0.023661(t=1.896)으로 정(正)의 값을 보여주는데, 이는 통계적으로 공시일에는
 5%수준에서 유의적인 값이며, 공시후 1일에는 10%수준에서 유의적인 값이다.
 공시일의 비정상수익률에 대한 Wilcoxon's z값은 1.940으로 10% 수준에서 유
 의적이다. 한편 시장 침체기에서는 공시일과 공시후 1일의 비정상 수익률은 각
 각 0.017047(t=1.116), 0.020980(t=1.172)으로 정(正)의 비정상 수익률이 나왔지
 만 t값과 Wilcoxon's z값 모두 유의적인 값을 가지지 못하였다. 이러한 연구결
 과는 주식분할 공시효과가 시장이 호황기에 더욱더 크다는 사실을 보여주는 것
 이다.

<표 1> 주식분할공시 사건기간동안의 평균비정상수익률

구분	공시관련일	AR	t값	Wilcoxon's z값
전체표본	0	0.023483	2.668***	2.144**
	1	0.022897	2.250**	1.580
시장 호황기 표본	0	0.026133	2.415**	1.940*
	1	0.023661	1.896*	1.188
시장 침체기 표본	0	0.017047	1.395	1.940
	1	0.020980	1.116	1.188

- 1) ***은 1% 수준에서 유의한 수치임.
- 2) **은 5% 수준에서 유의한 수치임.
- 3) *은 10% 수준에서 유의한 수치임.

주식분할 공시가 공시기간동안의 추가수익률에 정(正)의 영향을 미치는 이유
 를 기업이 향후 있을 배당가능성을 반영하여 주식분할 공시를 하고있음을 나타
 내 주는 것인지 살펴보기 위해 표본기업들을 배당증가표본과 배당감소표본으
 로 분류하여 각 하위표본기업들에 대한 공시기간의 평균비정상수익률을 측정
 하였다.

<표 2>를 보면 배당증가 표본, 배당감소 표본 모두 정(正)의 비정상수익률이
 나왔으나 통계적으로 유의적인 값을 갖지 못하였다. 이 결과는 우리 나라 시장

에서 주식분할이 향후 있을 배당에 대한 정보를 반영한다고 볼 수 없다는 것을 의미한다.

〈표 2〉 주식분할 사건기간 2일 동안의 배당증가기업과 배당감소기업의
평균비정상수익률

구분	평균비정상수익률	t값
배당증가표본	0.00226	0.601
배당감소표본	0.00403	0.636

지금까지 연구조사에서 보듯이 우리 나라에서 주식분할 공시효과는 있으나, 그 효과는 향후에 있을 배당의 정보를 담고 있지 않는 것으로 나타났다. 그렇다면 주식분할 공시효과와 발생요인은 어디에 있는지를 살펴보기 위해 가능한 설명변수로 주식분할로 주식거래가 활발해 진 것이 그 요인인지 보기 위해 거래량의 변동률, 향후 이익개선을 반영한 것인지 보기 위해 주당 순이익 변동률을 선정하여 사건기간 2일간의 비정상 수익률을 종속변수로하여 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석을 통해 얻은 회귀식은 다음과 같다.

$$AR=0.005425+0.001534X1+0.00059X2$$

(2.143)* (0.448)

X1 : 거래량변동률

X2 : EPS 변동률

()값은 t값

*은 5%수준에서 유의적인 수치임.

회귀분석결과 거래량 변동률변수 만이 통계적으로 유의적인 값을 갖고 있다.3) 이러한 결과를 통해서 보면 주식분할공시기간 동안의 비정상 수익률의 주된 원인은 주식분할로 인한 유동성 확대로 주식분할기업의 주식수요가 증가한

3) 회귀식의 독립변수로 배당변동률을 포함시켜 분석해 본 결과는 배당 변동률이 주식 분할 공시기간의 수익률에 영향을 주지 않는 것으로 나타났고, 주식분할공시 기간 거래량 변동률을 제외한 기간의 거래량 변동률을 독립변수로 회귀분석해 보았으나 공시기간 수익률과 정(正)의 관계였으나 통계적으로 유의적인 값을 갖지 못하였다.

것이 그 원인이 아닐까 추정된다.

V. 결 론

주식분할은 회사자본에 대한 주주의 청구권에 아무런 변화를 주지 않으면서 단순히 주식을 세분화시키는 것이다. 따라서 이론적으로는 분할비율에 따라 주가가 형성되어야한다. 그러나 현실시장에서는 주가가 이론적인 주가보다 높은 경향이 있는데, 본 연구는 주식분할 공시효과가 있는지 또한 그 원인이 무엇인지를 규명하고자했다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째로, 우리 나라에서 주식분할 공시에 대한 주가는 유의적인 정(正)의 비정상 수익률을 갖는 것으로 관측되었다. 따라서 우리 나라에서 주식분할 공시는 정(正)의 효과가 존재하는 것을 확인하였다. 이는 주식분할 공시가 그 자체로써 정보의 기능을 갖고있는 것으로 봐야한다.

또한 주식분할의 공시효과가 시황에 따라 그 효과가 다른지 살펴본 결과 시장호황기의 경우 유의적인 정(正)의 비정상수익률이 확인되고, 시장침체기의 경우 정(正)의 비정상 수익률이 발견되었으나 통계적으로 유의적인 값이 나오지 않아 경기에 영향을 받는다는 사실이 확인되었다.

둘째로, 주식분할 정보효과가 향후 있는 배당 가능성을 반영한 것인지를 살펴해보았으나, 우리 나라의 경우 주식분할이 배당과 관련된 신호동기화 가설과는 맞지 않는 것으로 나타났다.

셋째로, 주식분할의 신호효과가 있다면 그 원인은 어디에 있을까 조사해 본 결과 향후의 이익증가보다는 주식분할 공시로 인한 유동성의 증가로 비정상 수익이 발생한 것으로 추정된다. 본 연구의 결과는 적정거래 가격범위가설을 입증하는 것으로써 일반투자자들의 주식분할에 대한 인식을 뒷받침해 주고 있다.

참 고 문 헌

- 남명수, 전용수, 『신재무관리론』 법문사, 1996.
- Asquith, P. Healy, P., and Palepu, K., "Earnings and Stock Splits," *Accounting Review*, (July 1989), pp.387-403.
- Baker, H. K. and Gallagher, P. L., "Management's View of Stock Splits," *Financial Management*, (Summer 1980), pp.73-77.
- Bar-Yosef, S. and L. Brown, "A Reexamination of Stock Splits Using Moving Betas," *Journal of Finance* (September 1977), pp.1069-1080.
- Brown S. J. and J. B Warner, "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics* 9, 1980, pp.205-258.
- Brown S. J. and J. B. Warner, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Study," *Journal of Financial Economics* 14, 1985, pp.205-258.
- Charest, G. , "Split Information, Stock Returns and Market Efficiency-1," *Journal of Financial Economics*, vol.6(June/September 1978), pp.265-296.
- Fama, E. F. , L. Fisher, M. C. Jensen and R. Roll, "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review*, Vol.10, No.1 (February 1969), pp.1-21.
- Grinblatt, M. S. , R. W. Masulis and S. Titman "The Valuation Effect of Stock Splits and Stock Dividends," *Journal of Financial Economics*, Vol.13 (December 1984), pp.461-490.
- Hausman, W. , R. West and J. A. Largay, "Stock Splits, Price Changes and Trading profits: A Synthesis," *Journal of Business*(January 1971), pp. 69-77.
- Kalay A., "Signalling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends," *Journal of Financial Economics* 14, (1985), pp.423-449.
- Lakonishock, J. and B. Lev, "Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who and When," *Journal of Finance* (May 1977), pp.371-387.
- McNichols, M. and Dravid, A., "Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling," *Journal of Finance*, (July 1990), pp.857-879.
- Miller M. H., and M. Scholes, "The Impact of Dividend and Earnings Announcements: A Reconciliation," *Journal of Business* 49, 1976, pp.86-96.